

## Ngành bán lẻ: Cần thêm thời gian phục hồi

- 2024 cho thấy bức tranh phục hồi khác nhau với các chuỗi bán lẻ tại Việt Nam. Lợi nhuận (LN) ròng chuỗi bán lẻ ICT-CE có tốc độ phục hồi tốt nhất với trung bình, tăng trưởng đạt 1.2 lần svck, LN chuỗi bán lẻ trang sức tăng khoảng 10% svck và chuỗi bán lẻ tạp hóa lớn (WCM, BHX) thành công có được lãi ròng trong 2H24.
- Trong năm 2025, chuỗi bán lẻ được phẩm và tạp hóa có khả năng tiếp tục mở rộng trong bối cảnh thu nhập người tiêu dùng sẽ cải thiện tốt hơn svck khi sự lan tỏa của khu vực sản xuất mạnh mẽ kể từ đầu năm, trong khi chuỗi bán lẻ ICT-CE và trang sức nhìn chung sẽ duy trì số lượng cửa hàng, tập trung vào các chiến lược bán hàng nhằm kích thích nhu cầu tiêu thụ.
- Chúng tôi ưa thích **MWG** trong năm 2025 với kỳ vọng vào sự thành công mở rộng của Bách Hóa Xanh và sự phục hồi mạnh mẽ hơn nữa của nhu cầu tiêu thụ điện tử tiêu dùng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng ưa thích **PNJ** với định giá hấp dẫn.

### 2025 là thời điểm phù hợp để tăng tốc độ phủ sóng của các nhà bán lẻ sản phẩm thiết yếu

Thành công có lãi ròng trong 2H24 của một số chuỗi bán lẻ tạp hóa lớn (WCM và BHX), 2025 sẽ là thời điểm phù hợp để tăng tốc độ phủ sóng mô hình bán hàng hiện đại khi (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thiết yếu tiếp tục gia tăng, (2) thu nhập cải thiện tốt hơn svck nhờ vào sự lan tỏa của khu vực sản xuất sẽ mạnh mẽ hơn năm 2024 với kỳ vọng giá trị xuất khẩu cải thiện đáng kể svck. Dựa theo kế hoạch của MSN và BHX, tổng lượng cửa hàng vật lý ước tính tăng 9% svck trong năm 2025F.

### Lợi nhuận ròng của chuỗi bán lẻ ICT-CE ước tính tăng 22% svck trong năm 2025

Nhu cầu tiêu thụ điện tử tiêu dùng ước tính tăng trưởng 1 chữ số svck, kết hợp với mức giá bán trung bình tăng ~5% svck, vì vậy, doanh thu của 1 số doanh nghiệp chủ lực trong ngành (FPT Shop, TGDD&DMX) ước tính tăng ~13% svck. Chúng tôi nhận thấy giai đoạn tái cấu trúc sẽ kết thúc trong năm 2025, tổng số cửa hàng vật lý được duy trì nhằm giữ vững hình ảnh thương hiệu cho các nhà bán lẻ lớn, vì vậy chi phí 1 lần có thể không còn được ghi nhận đáng kể trong tương lai gần. Do vậy, lợi nhuận ròng được ước tính tăng 22% svck.

### Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của chuỗi bán lẻ trang sức ước tính tốt hơn svck chủ yếu nhờ vào nhu cầu tiêu thụ trang sức được cải thiện

Trong năm 2025, nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ hơn của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng, (1) nhu cầu tiêu thụ trang sức phục hồi 1 chữ số trên mức nền thấp của năm 2024, (2) giá bán sản phẩm tăng ~2% svck, nhờ đó doanh thu/CH ước tính tăng 7% svck. Sự khó khăn trong việc thu mua vàng nguyên vật liệu có thể không còn trong năm 2025 nhờ vào sự ổn định trở lại của thị trường vàng sau giai đoạn làm gay gắt năm 2024, nhờ đó, lợi nhuận ròng ước tính tăng 16% svck.

### Chúng tôi lựa chọn MWG, PNJ cho chiến lược đầu tư năm 2025

Trong năm 2025, chúng tôi lựa chọn MWG vì 2 lý do chính: (1) nhu cầu tiêu thụ điện tử tiêu dùng có thể quay trở lại mức bình thường như trước đại dịch covid-19 sẽ giúp cho lợi nhuận ròng TGDD&DMX tăng 21% svck, (2) BHX bước tiếp thành công với khu vực miền Trung và có lợi nhuận ròng khoảng 600 tỷ đồng trong năm 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy PNJ hiện đang có mức định giá khá hấp dẫn với P/E fw 25 ~13x, thấp hơn P/E trung bình 3 năm là 16.6x cùng với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận ròng 16% svck trong năm 2025.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

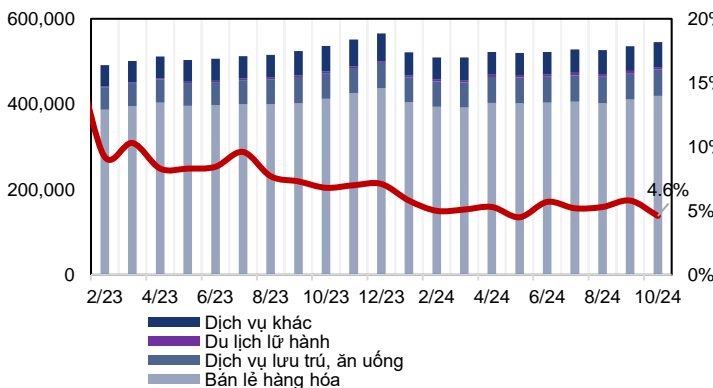
## Tổng quan ngành năm 2024: Bức tranh các ngành bán lẻ phục hồi khác nhau trong khi xu hướng thắt chặt tiêu dùng vẫn mạnh mẽ

**Tiêu dùng: Nhu cầu tiêu dùng chưa thực sự khởi sắc khi xu hướng thắt chặt chi tiêu tiêu dùng vẫn còn mạnh mẽ**

Trong bối cảnh sự lan tỏa của khu vực sản xuất chưa thật sự mạnh mẽ, PMI mới đạt trên 50 kể từ tháng 6/24, thu nhập người tiêu dùng chưa nhiều cải thiện thì xu hướng thắt chặt tiêu dùng sau đại dịch COVID-19 vẫn còn tiếp diễn. Theo khảo sát người tiêu dùng của PwC năm 2024, người tiêu dùng Việt Nam vẫn đang chịu ảnh hưởng từ việc giá cả thực phẩm, năng lượng, nhà ở và các mặt hàng thiết yếu khác tăng cao, điều này đã tác động đáng kể đến chi tiêu của họ. 64% số người được khảo sát cho biết họ vẫn dành phần lớn chi tiêu cho thực phẩm, và 48% dành cho chăm sóc sức khỏe. Ngược lại, 33% người tham gia khảo sát cho biết họ sẽ cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng xa xỉ, và khoảng 30% sẽ giảm mua sắm các mặt hàng không thiết yếu.

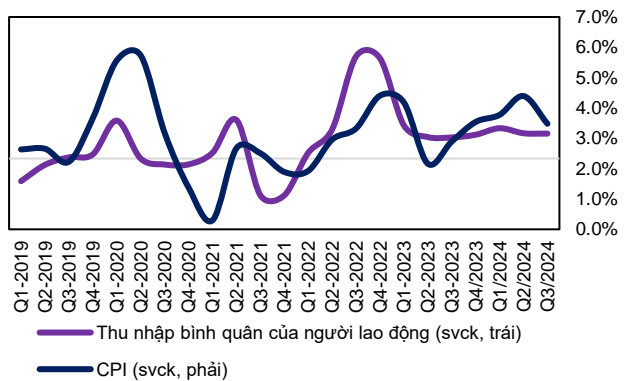
Trong 11 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng tổng doanh thu bán lẻ duy trì ở mức nền thấp, ghi nhận khoảng 5.8% (đã loại trừ yếu tố lạm phát), chậm hơn so với giai đoạn trước COVID-19 (trung bình 8-9%), cho thấy nhu cầu tiêu dùng vẫn ở mức thấp trong bối cảnh thu nhập chưa có sự cải thiện đáng kể

Hình 1: Tăng trưởng bán lẻ tiếp tục duy trì ở mức nền thấp (~5%)



Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 2: Lạm phát tăng cao ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu người tiêu dùng



Nguồn: GSO, MBS Research

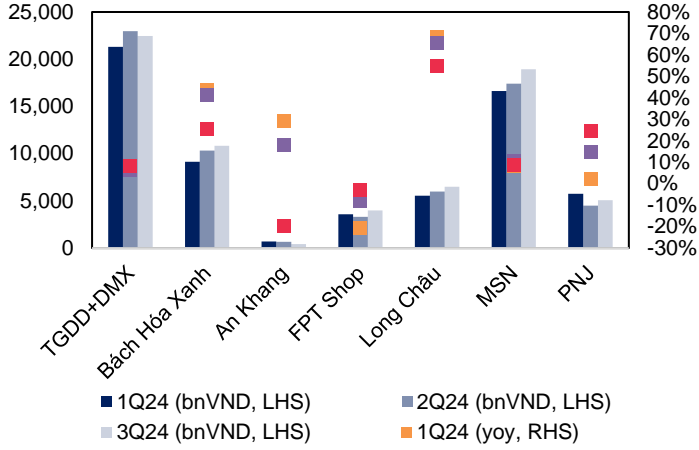
### Các ngành bán lẻ: Bức tranh phục hồi khác biệt giữa các ngành thiết yếu và không thiết yếu.

Chúng tôi nhận thấy bức tranh phục hồi khác nhau giữa các chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu và không thiết yếu trong năm 2024. Trong khi các chuỗi bán lẻ điện tử tiêu dùng (TGDD, DMX, FPT Shop) tái cơ cấu và đóng cửa thêm nhiều cửa hàng có KQKD không khả quan để tối ưu hóa chi phí, gia tăng lợi nhuận ròng, thì các chuỗi bán lẻ thực phẩm đã mở thêm một số cửa hàng mới khi cả Bách Hóa Xanh và WCM đều ghi nhận lợi nhuận ròng trên cả công ty trong Q2/2024. Bên cạnh đó, các chuỗi bán lẻ thực phẩm cải thiện doanh thu trung bình khoảng 15% svck nhờ sự chuyển đổi lưu lượng từ các chợ truyền thống. Trong ngành bán lẻ dược phẩm, chúng tôi nhận thấy một bức tranh tương phản: trong khi An Khang đang cố gắng tái cơ cấu để tiến đến điểm hòa vốn thì Long Châu đã xây dựng được một vị thế vững chắc hơn trong ngành.

Triển vọng tăng trưởng của các ngành bán lẻ trang sức, ô tô và ICT-CE trong giai đoạn 2025-2026 dự báo sẽ không mạnh, do các thị trường này đã đạt mức bão hòa. Trong khi đó, nhờ tính chất thị trường vẫn còn phân mảnh, ngành dược

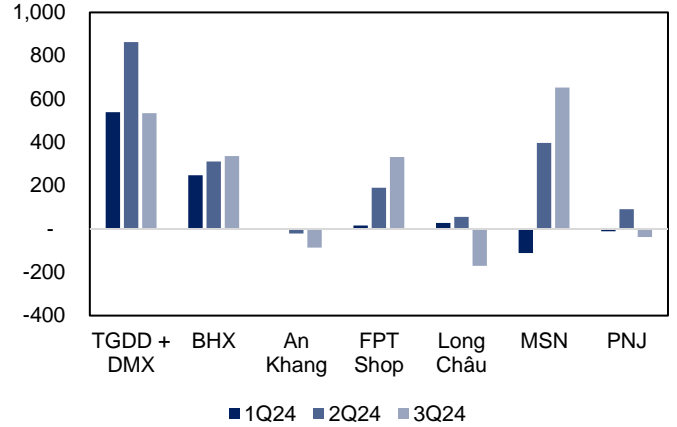
phẩm vẫn có tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Ngành tiêu dùng, mặt khác, vẫn duy trì sự ổn định và tiếp tục có tiềm năng, được thúc đẩy bởi sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng của thế hệ mới..

Hình 3: Đa số các chuỗi bán lẻ tăng trưởng doanh thu 10% svck, kỳ vọng vào một số chuỗi tái cấu trúc để phục hồi tốt hơn...



Nguồn: MWG, FRT, MSN, PNJ, MBS Research

Hình 4: Tăng trưởng tuyệt đối lợi nhuận ròng của một số chuỗi bán lẻ hiện đại.



Nguồn: MWG, FRT, MSN, PNJ, MBS Research

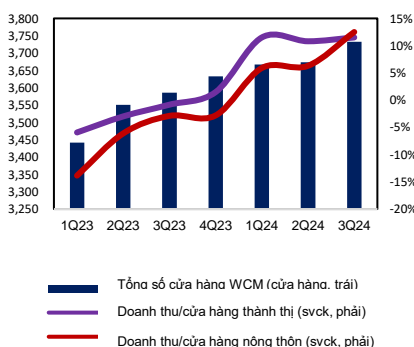
## Bán lẻ tạp hóa: Cơ hội để các chuỗi bán lẻ hiện đại mở rộng!

### Hai chuỗi bán lẻ nội địa hiện đại đã thành công có lời trong năm 2024

Doanh thu LFL của MSN tại cả khu vực đô thị và nông thôn đều tăng trong năm 2024, nhờ vào sức mua mạnh hơn từ mô hình cửa hàng tiện lợi. Điều này đã giúp WinCommerce (WCM) đạt lợi nhuận ròng trong nửa đầu năm 2024. Chiến lược của họ là thúc đẩy các sản phẩm từ hệ sinh thái Masan Consumer trong mô hình cửa hàng tiện lợi, vốn có mức tăng trưởng doanh thu LFL tốt nhất trong 9 tháng đầu năm 2024 (so với mô hình siêu thị).

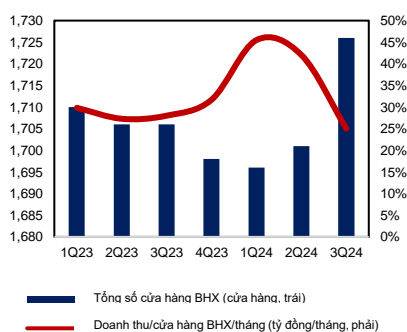
Trong năm 2024, khi người tiêu dùng tiếp tục ưu tiên chi tiêu cho các sản phẩm thiết yếu (thực phẩm, chăm sóc sức khỏe,...), cả WinCommerce và Bách Hóa Xanh (BHX) đã triển khai thành công chiến dịch kinh doanh hiệu quả nhằm thu hút thêm lưu lượng từ các kênh truyền thống. Ví dụ, BHX tăng cường cung cấp sản phẩm tươi sống và áp dụng chiến lược giá mạnh mẽ để thúc đẩy giao dịch hàng ngày. Kết quả là doanh thu trên mỗi cửa hàng đã vượt mốc 2 tỷ đồng/tháng, giúp họ đạt lợi nhuận ròng trong Q2/24.

Hình 5: WCM đạt lợi nhuận ròng trong 1H24 và tiếp tục phục hồi trong Q3/2024...



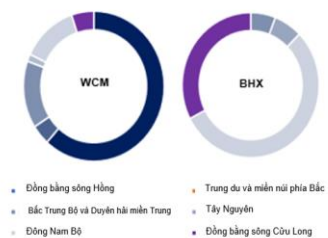
Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 6: BHX đạt lợi nhuận ròng trong Q2/2024 và tiếp tục mở rộng trong Q4/2024...



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 7: Trong khi MSN mạnh hơn ở khu vực phía Bắc, BHX lại có lợi thế tại khu vực phía Nam nhờ mô hình kinh doanh phù hợp với hành vi mua sắm đồ thiết yếu của người tiêu dùng.



Nguồn: MSN, MWG, MBS Research

**..Và sẽ bắt đầu con đường mở rộng trong năm 2025 với thế mạnh về mô hình bán lẻ chuỗi hiện đại.**

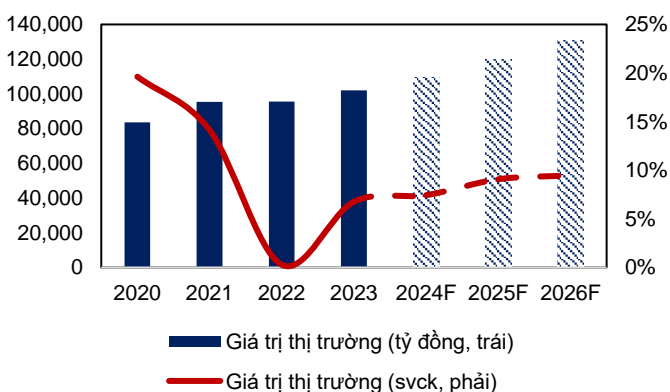
(1) Thị trường bán lẻ tạp hóa ước tính tăng trưởng 9% trong năm 2025F-26F với động lực chính đến từ tốc độ mở rộng của chuỗi bán lẻ tạp hóa hiện đại...

Cả MSN và BHX đều thành công trong việc thu hút khách hàng từ các chợ truyền thống thông qua chiến lược sản phẩm phù hợp, tận dụng hiệu quả sự thay đổi trong hành vi mua sắm của người tiêu dùng. Hiện nay, cả MSN và BHX đều đang có mô hình bán lẻ thực phẩm hiện đại phù hợp với hành vi tiêu dùng của từng khu vực khác nhau. Với sự phát triển của ngành, cả MSN và BHX đều còn tiềm năng lớn để tăng trưởng tốc độ bao phủ trong các khu vực hiện tại và mở rộng thêm các tỉnh thành mới trong tương lai gần.

Ngành bán lẻ có thể vẫn còn tiềm năng trong trung và dài hạn nhờ vào (1) thu nhập khả dụng tăng cao, (2) nhu cầu ngày càng tăng đối với lối sống chất lượng cao hơn. Quá trình đô thị hóa nhanh chóng sẽ mở rộng khả năng tiếp cận các mô hình bán lẻ hiện đại – một xu hướng phát triển trong ngành bán lẻ thực phẩm. Bên cạnh đó, việc áp dụng trí tuệ nhân tạo (AI) và các kênh bán hàng đa kênh (omni-channel) sẽ giúp các nhà bán lẻ khai thác tiềm năng đáng kể trên thị trường này.

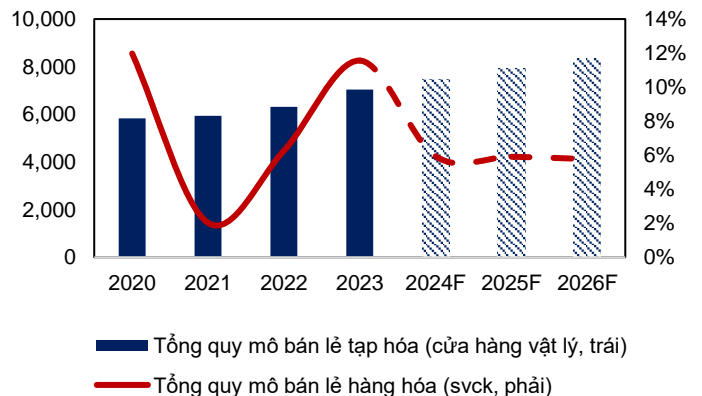
Thu nhập của người tiêu dùng có thể cải thiện so với dự báo năm 2024 nhờ vào sự lan tỏa mạnh mẽ từ các ngành sản xuất, điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy chi tiêu. Thêm vào đó, sức mạnh của hệ thống kho vận và sự đa dạng hóa sản phẩm sẽ giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại (như Bách Hóa Xanh, WCM) dễ dàng đáp ứng nhu cầu của thế hệ người tiêu dùng mới. Sự phục hồi trong tiêu dùng, cùng với sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại sang các khu vực mới, sẽ giúp thị trường thực phẩm đạt mức tăng trưởng khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2026..

Hình 8: Giá trị thị trường được dự báo có CAGR = 9% trong năm 2024-26..



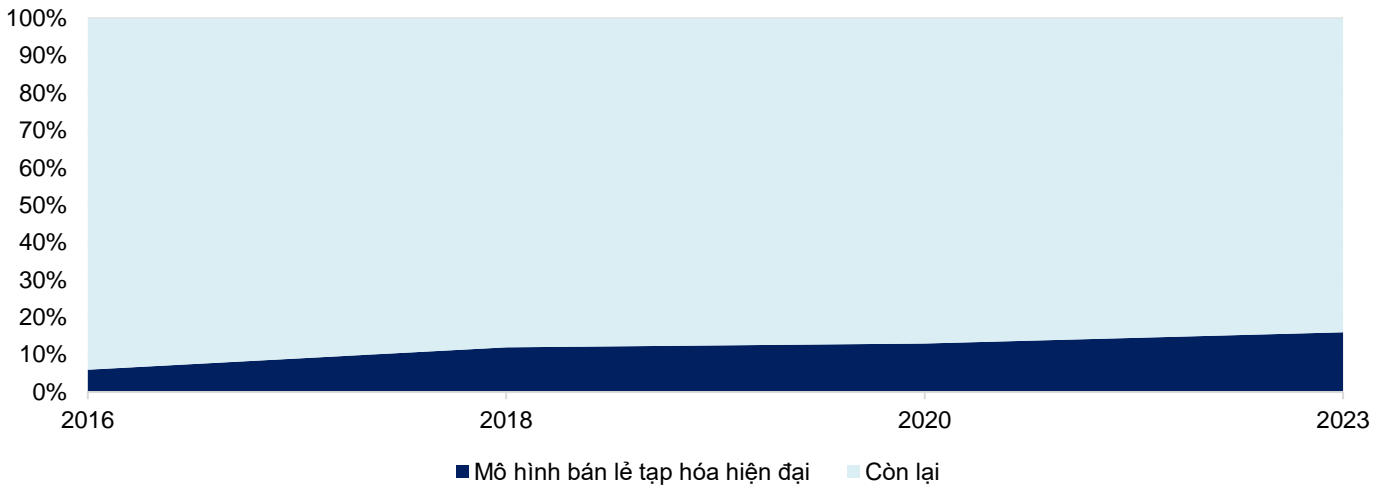
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 9: Với sự mở rộng quy mô được dự báo có CAGR 6% trong năm 2024-26



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 10: Kỳ vọng sự tăng trưởng của mô hình bán lẻ hiện đại (minimart,..) sẽ là động lực thúc đẩy thị trường bán lẻ tạp hóa trong thời gian tới.

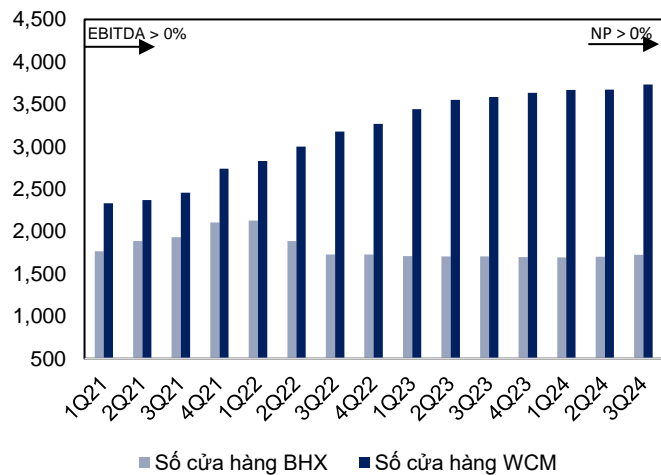


Nguồn: Euromonitor, MBS Research

(2)..Tạo cơ hội cho các doanh nghiệp đang có ưu thế thị phần tiếp tục bao phủ, ước tính tốc độ mở rộng cửa hàng đạt 9% trong năm 2025F-26F

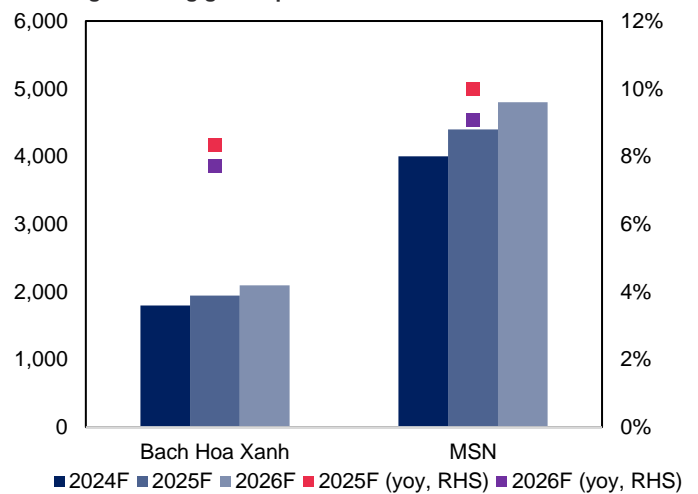
Gần đây, các mô hình bán lẻ hiện đại của các "ông lớn" (như Aeon Mall, Go!) cũng như các mô hình bán lẻ nhỏ hơn như Bách Hóa Xanh (BHX) và WCM+ đã thành công trong việc thu hút một sự chuyển dịch đáng kể từ các mô hình thị trường truyền thống nhờ vào chiến lược bán hàng cạnh tranh và hiệu quả. Chúng tôi nhận thấy rằng, sau giai đoạn có lợi nhuận của hai chuỗi bán lẻ nội địa lớn, năm 2025 sẽ là thời điểm thích hợp để mở rộng mạng lưới cửa hàng và gia tăng phạm vi tiếp cận của các nhà bán lẻ hiện đại lớn khi: (1) nhu cầu tiêu dùng có thể tiếp tục phục hồi khả quan, (2) sự lan tỏa từ ngành sản xuất sẽ mạnh mẽ hơn so với năm 2024, khi xuất khẩu được dự báo sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ. Hơn nữa, các nhà bán lẻ nước ngoài lớn cũng đang triển khai nhiều dự án lớn tại Việt Nam, điều này làm nổi bật sức hấp dẫn mạnh mẽ của thị trường bán lẻ Việt Nam. Dự kiến, trong quý 4/2024 đến 2025, khoảng 8 trung tâm thương mại lớn sẽ đi vào hoạt động.

Hình 11: Sau khi đạt được lợi nhuận ròng, chúng tôi kỳ vọng MSN và BHX sẽ tiếp tục mở rộng trong giai đoạn 2025-2026.



Nguồn: WCM, MSN, MBS Research

Hình 12: ...Với tốc độ tăng trưởng mở rộng cửa hàng trung bình khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2026.



Nguồn: WCM, MSN, MBS Research

Hình 13: Một số trung tâm thương mại lớn sẽ mở trong năm 2025

Dự án	Quá trình
Go! Hà Nam	Khởi công xây dựng tháng 7/2023 và đã đi vào hoạt động.
Go! Bạc Liêu	Khởi công xây dựng tháng 12/2023 và đã đi vào hoạt động.
Go! Ninh Thuận	Khởi công xây dựng tháng 12/2023 và dự kiến hoạt động vào 24 tháng 12, 2024.
Go! Hưng Yên	Khởi công xây dựng tháng 6/2024, và dự kiến hoạt động trong năm 2025.
Go! Yên Bái	Khởi công xây dựng tháng 10/2024 và dự kiến hoạt động trong Q4/2025
MM Mega Market Đà Nẵng	Khởi công xây dựng tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong Q4/2025 – TTTM đầu tiên củ MM Mega Market.
Aeon mall Đồng Nai	Khởi công xây dựng vào tháng 5/2024 và dự kiến hoạt động trong năm 2025.
Aeon mall Hạ Long	Khởi công xây dựng vào tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong đầu năm 2026.
Aeon mall Hải Dương	Dự kiến khởi công Q1/2025 và sẽ đi vào hoạt động trong năm 2026.
Aeon mall Thanh Hóa	Dự kiến khởi công xây dựng tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong đầu năm 2026.

Nguồn: FiinProX, MBS Research

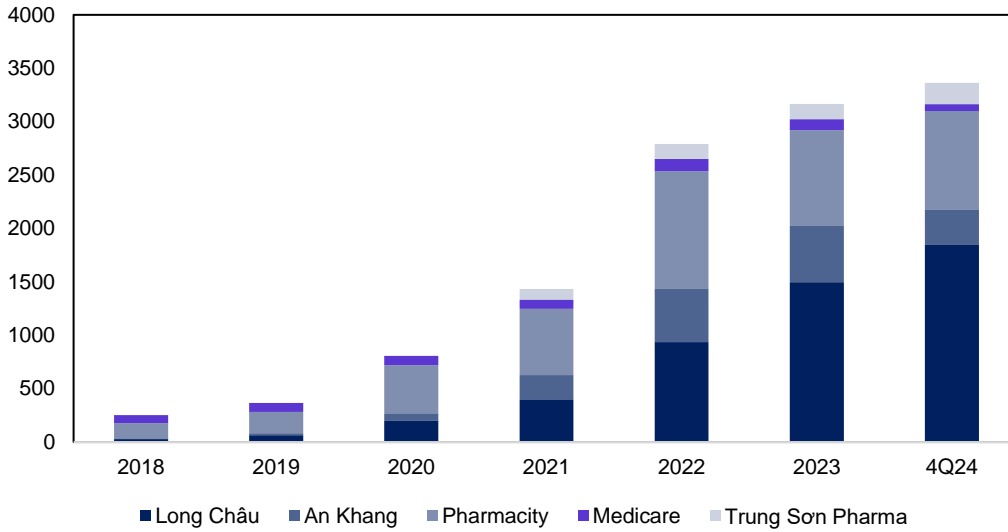
## Ngành bán lẻ dược phẩm: Tỷ lệ bao phủ của mô hình bán lẻ dược phẩm hiện đại vẫn còn rất thấp

**Sự bùng nổ của mô hình chuỗi bán lẻ thuốc hiện đại là yếu tố chính giúp cho doanh thu thị trường đạt 7% CAGR trong giai đoạn 2019-2024..**

Từ năm 2019-24, theo Euromonitor, giá trị ngành bán lẻ làm đẹp và chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt CAGR = 7%, với phân khúc dược phẩm dự báo tăng trưởng ở mức khoảng CAGR = 8%. Từ năm 2020-24, các đối thủ lớn như Pharmacy, Long Châu và An Khang đã bắt đầu mở rộng nhanh chóng với tổng số lượng khoảng 2,500 cửa hàng dược phẩm. Long Châu dẫn đầu sự mở rộng này với tỷ lệ CAGR ấn tượng là 74%. Sự tăng trưởng này đã làm tăng đáng kể phạm vi của bán lẻ dược phẩm hiện đại, từ 2% trong năm 2020 ước tính lên 8% vào năm 2024.

Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2023-2024, chúng ta đã chứng kiến một số chuỗi bán lẻ dược phẩm được thành lập hoặc đầu tư bởi các tập đoàn nước ngoài: Trung Sơn Pharma đã được Dongwha Pharma mua lại với cổ phần 51%, và Phượng Hoàng được thành lập bởi người sáng lập Pharmacy trước đây. Điều này cho thấy sức hấp dẫn mạnh mẽ của thị trường bán lẻ dược phẩm hiện nay tại Việt Nam, chỉ ra một xu hướng tăng trưởng bền vững trong trung và dài hạn.

Hình 14: Quy mô của các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại có CAGR = 56% trong giai đoạn 2019-24.

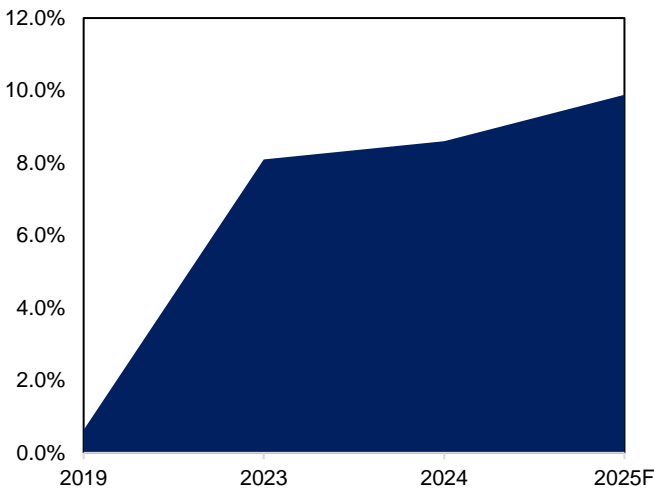


Nguồn: Euromonitor, FRT, MWG, Trung Sơn Pharma website, MBS Research

**...Và chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng cửa hàng có thể sẽ chậm hơn trong giai đoạn 2025-26.**

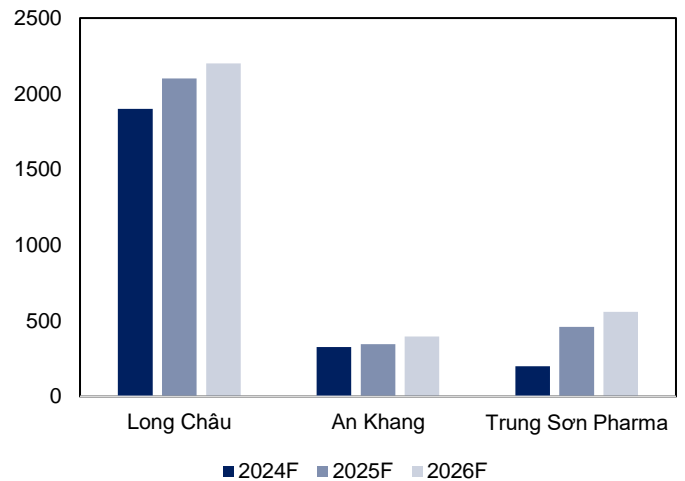
Với tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh chóng, tỷ lệ thâm nhập của các chuỗi nhà thuốc hiện đại vẫn còn tương đối thấp (<10%) cho thấy tiềm năng tăng trưởng còn nhiều cho các doanh nghiệp trong ngành. Các nhà thuốc truyền thống đang dần mất ưu thế trước những lợi thế của các chuỗi nhà thuốc hiện đại, bao gồm: (1) danh mục sản phẩm đa dạng với giá cả ổn định hơn, (2) khả năng kiểm soát chất lượng sản phẩm tốt hơn, và (3) dịch vụ khách hàng chuyên nghiệp, có hệ thống. Chúng tôi dự báo năm 2025 sẽ tiếp tục là năm bùng nổ mở rộng mạnh mẽ của các chuỗi nhà thuốc hiện đại tuy nhiên tốc độ sẽ chậm hơn giai đoạn vừa qua khi chúng tôi nhận thấy tỷ lệ bao phủ của LC đã tiếp cận mức 5%, với Long Châu dự kiến mở tới 3.000 cửa hàng và Trung Sơn Pharma đặt mục tiêu thêm 500 cửa hàng mới vào năm 2025.

Hình 15: Các chuỗi bán lẻ hiện đại vẫn có tỷ lệ phủ sóng thấp, dưới 10%



Nguồn: Drugbank, MBS Research ước tính

Hình 16: Phạm vi phủ sóng của Long Châu có thể vượt 5% theo kế hoạch của FRT.

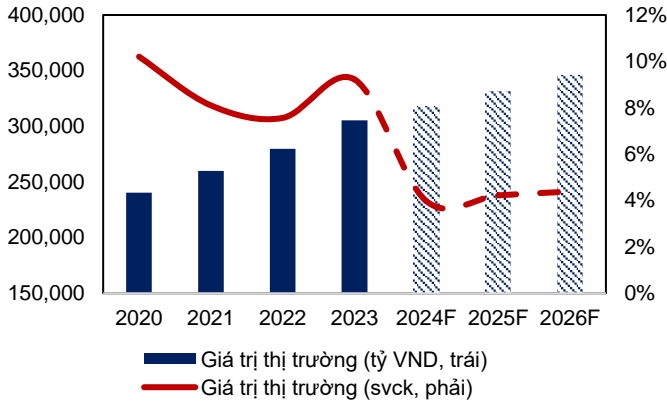


Nguồn: FRT, MWG, Trung Sơn Pharma, MBS Research

Bên cạnh đấy, Việt Nam vẫn là một quốc gia có chi tiêu lớn cho chăm sóc sức khỏe, khi chi tiêu cho các sản phẩm liên quan đến sức khỏe tiếp tục gia tăng.

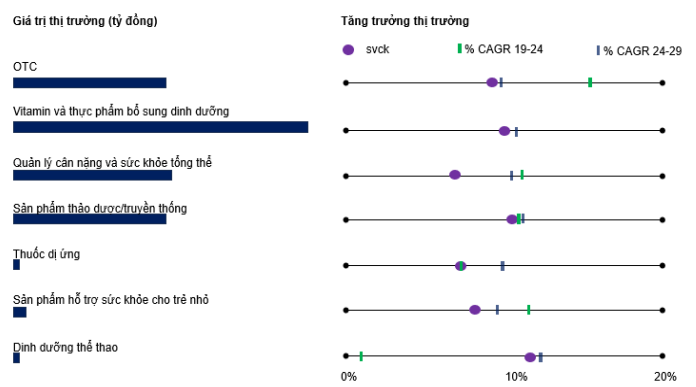
Thế hệ người tiêu dùng mới, Gen Z, đang thể hiện sự quan tâm ngày càng lớn đến sức khỏe và sự lành mạnh, chủ động bổ sung các loại thực phẩm chức năng như vitamin và khoáng chất để hỗ trợ sức khỏe. Chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe đã tăng khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2019-2024 và dự kiến sẽ tăng khoảng 10% vào năm 2029, đặc biệt là đối với các sản phẩm bổ sung thể thao và vitamin. Sự tăng trưởng trong chi tiêu sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt cho sự tăng trưởng của thị trường thuốc và thực phẩm chức năng tại Việt Nam,

**Hình 17: Giá trị thị trường làm đẹp và chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam được dự báo có CAGR 4% năm 24-26**



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

**Hình 18: Sự tăng trưởng của thị trường dược OTC tại Việt Nam**



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

**Long Châu ngày càng khẳng định được vị thế tốt trong ngành và tiếp tục dẫn dắt thị trường bán lẻ dược phẩm trong thời gian tới.**

*Quy mô cao nhất giúp tỷ lệ bao phủ của nhà thuốc chạm mốc 5% trong năm 2024*

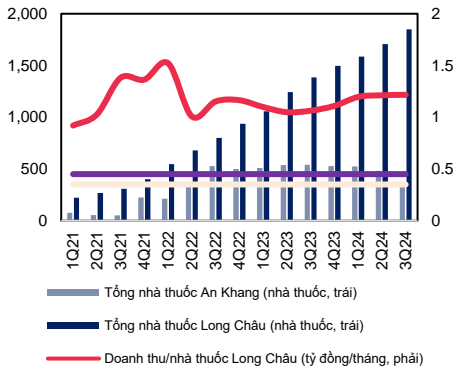
Nhờ vào (1) Danh mục sản phẩm với tỷ lệ thuốc chữa bệnh trên thực phẩm chức năng phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng, (2) sức mạnh trong việc tận dụng công nghệ trong quản lý kho và dịch vụ khách hàng, Long Châu đã thành công trong việc mở thêm 357 nhà thuốc mới vào năm 2024 (tính đến ngày 12/24), nâng tổng số cửa hàng lên 1,849, với doanh thu/cửa hàng đạt khoảng 1.2 tỷ VND/tháng. Theo báo cáo tài chính, Long Châu đã đóng góp khoảng 130 tỷ đồng vào FRT trong năm 2024 để bù đắp các khoản lỗ từ chuỗi bán lẻ ICT-CE (FPT Shop). Hiện tại, Long Châu có phạm vi phủ sóng tốt nhất tại Việt Nam với sự hiện diện khá rộng khắp trên toàn quốc.

Mặt khác, vào năm 2024, An Khang và Pharmacy đã giảm số lượng cửa hàng, thực hiện tái cấu trúc và thay đổi danh mục sản phẩm để hướng tới mục tiêu hòa vốn vào năm 2025F.

Chúng tôi nhận thấy Long Châu đang dần khẳng định vị thế vững chắc trong ngành nhờ: (1) Dẫn đầu với 1,896 nhà thuốc và duy trì doanh thu mỗi cửa hàng đạt 1.2 tỷ VND/tháng, (2) Lợi thế công nghệ vượt trội và ứng dụng AI trong ứng dụng Long Châu để hỗ trợ khách hàng, nâng cao chăm sóc khách hàng thông qua thông tin toa thuốc, (3) Tận dụng tiềm năng của mô hình chăm sóc sức khỏe, tăng điểm chạm khách hàng với các dịch vụ chăm sóc từ A-Z, mang đến trải nghiệm mới mẻ.

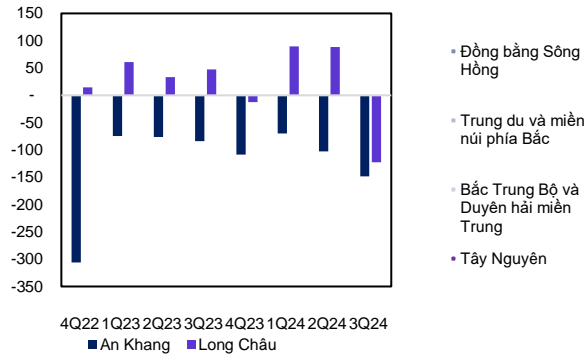


**Hình 19: Long Châu có được sự mở rộng vững mạnh nhất trong thời gian vừa qua**



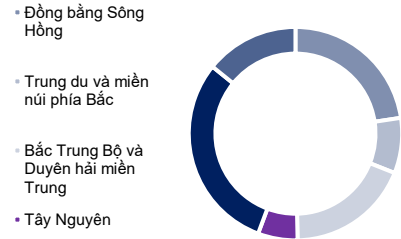
Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

**Hình 20: Lãi/lỗ ròng của Long Châu và An Khang theo quý**



Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

**Hình 21: Long Châu có sự bao phủ tốt khi xuất hiện hầu hết các tỉnh thành trên toàn quốc.**



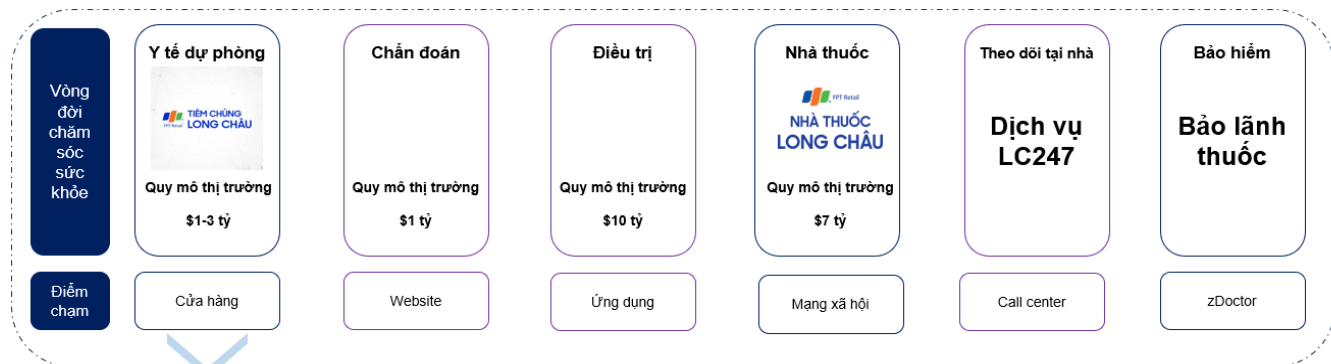
Nguồn: FRT, MBS Research

*Dịch vụ chăm sóc sức khỏe sẽ hỗ trợ các chuỗi nhà thuốc gia tăng điểm chạm khách hàng.*

Long Châu đã tận dụng lợi thế về công nghệ và chiến lược về vị trí của chuỗi nhà thuốc để nhanh chóng mở rộng chuỗi tiêm chủng Long Châu – mắt xích đầu tiên trong hệ thống “chăm sóc sức khỏe” (phụ lục 1) của FRT. Chỉ trong vòng một năm, Long Châu đã thành công mở thêm 121 trung tâm tiêm chủng mới, nâng tổng số lên 125 trung tâm. Trong cùng kỳ, VNVC đã mới mới 60, đưa tổng số lên 206 trung tâm tiêm chủng. Nhờ vào mạng lưới nhà thuốc rộng, phạm vi phủ sóng của các trung tâm tiêm chủng Long Châu gần như tương đương với VNVC. Về mô hình kinh doanh, các trung tâm tiêm chủng của Long Châu có diện tích nhỏ hơn, cho phép áp dụng mức giá ưu đãi sâu hơn so với VNVC.

Chúng tôi tin rằng, bằng cách tận dụng thế mạnh về chuỗi nhà thuốc và kho lạnh dành cho vaccine, Long Châu sẽ tiếp tục mở rộng nhanh chóng trong giai đoạn 2025-26, có khả năng thu hút thêm nhiều phân khúc khách hàng mới và tăng cường độ phủ vaccine trên toàn quốc (hiện tại khoảng 4%, so với mức trung bình khu vực từ 10-15%).

**Hình 22: Mô hình chăm sóc sức khỏe toàn diện của Long Châu lần đầu tiên xuất hiện tại Việt**



Nhờ vào thế mạnh của chuỗi dược phẩm, tỷ lệ phủ sóng của Long Châu đã trở nên tương đương với VNVC chỉ sau một năm.



• Đồng bằng Sông Hồng • Trung du và miền núi phía Bắc  
• Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung • Tây Nguyên  
• Đồng Nam Bộ • Đông bằng sông Cửu Long

**Một số điểm so sánh chính giữa VNVC và Long Châu**

Chỉ tiêu	VNVC	Long Châu	
Số lượng trung tâm tiêm chủng	206	125	
Diện tích trung bình	500-1500m <sup>2</sup>	200 m <sup>2</sup>	
Các gói tiêm (triệu VND)	Gói trẻ em từ 0-2 tuổi (22 mũi)	24.8	21.0
	Gói tiền tiểu học từ 3-9 tuổi	19.8	10.2
	Gói thanh thiếu niên từ 9-18 tuổi	27.8	19.0
	Gói cho phụ nữ trước mang thai	16.1	5.7
	Gói cho người trưởng thành	16.1	7.8
% giảm giá trung bình	6.60%	8.70%	
Dịch vụ trả góp	Trả góp qua thẻ tín dụng	Trả góp qua thẻ tín dụng và hình thức mua trước trả sau	

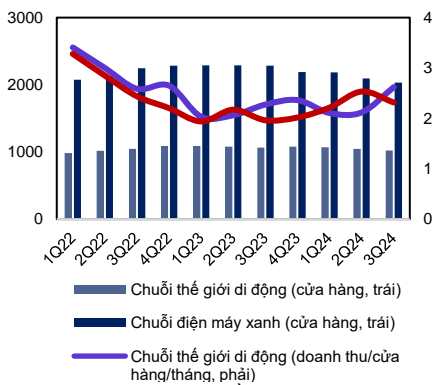
Nguồn: VNVC, FRT, MBS Research

## Ngành bán lẻ ICT-CE: Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm không thiết yếu được kỳ vọng cải thiện tốt hơn trong năm 2025F

**Năm 2024 tiếp tục là thời điểm tái cấu trúc mạnh mẽ các cửa hàng bán lẻ vật lý trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ giảm nhẹ svck**

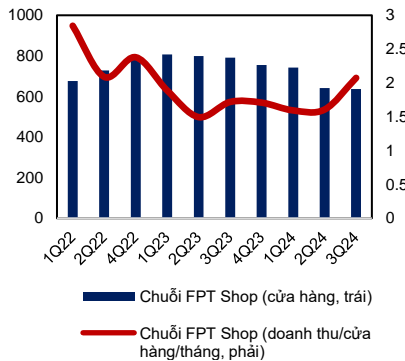
Năm 2024, nhu cầu đối với điện tử tiêu dùng chưa có sự cải thiện đáng kể, cùng với sự thay đổi trong hành vi mua sắm của người tiêu dùng, dẫn đến việc các chuỗi bán lẻ điện tử tiêu dùng (TGDD & DMX, FPT Shop) phải tái cấu trúc và đóng cửa phần lớn các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả. Kết quả là tổng số cửa hàng giảm so với cùng kỳ năm trước, nhưng lợi nhuận lại cải thiện nhờ vào (1) Giá bán sản phẩm tăng trở lại sau giai đoạn giảm mạnh năm 2023, (2) áp dụng các chính sách kích cầu mua sắm phù hợp, và (3) tối ưu hóa chi phí vận hành. Do đó, doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình tăng khoảng 20% so với Q1/2024.

Hình 23: MWG đã đóng cửa các cửa hàng có hiệu suất kinh doanh kém...



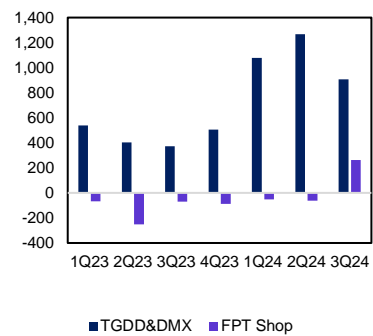
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 24: FRT cũng thực hiện tương tự nhưng với quy mô đóng cửa cửa hàng mạnh mẽ hơn so với MWG.



Nguồn: FRT, MBS Research

Hình 25: Sự phục hồi lợi nhuận ròng của MWG và FRT.



Nguồn: FRT, MWG, MBS Research

Bên cạnh đó, dựa trên mức cơ sở thấp của năm 2023, hầu hết các công ty ghi nhận sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2024, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán sau cuộc chiến giá khốc liệt năm 2023. Trong năm 2024, các doanh nghiệp lớn tiếp tục tái cấu trúc và giảm số lượng cửa hàng vật lý có KQKD không khả quan để tối ưu hóa chi phí. Việc tăng mức nền giá bán các sản phẩm ước tính 10% svck, cùng với sự giảm nhẹ trong nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng, dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu toàn ngành khoảng 5% trong năm 2024.

Chúng tôi dự báo rằng đến năm 2025, các doanh nghiệp sẽ không còn đóng mạnh các cửa hàng vật lý, thay vào đó là tập trung các chương trình kích thích chi tiêu mua sắm điện tử tiêu dùng, trong bối cảnh chi tiêu tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện hơn so với cùng kỳ năm trước nhờ vào tác động tích cực từ các yếu tố vĩ mô của Việt Nam.

### Nhu cầu tiêu thụ có khả năng quay trở lại mức bình thường trước đại dịch Covid-19 và việc tái cấu trúc sẽ kết thúc trong năm 2025-26

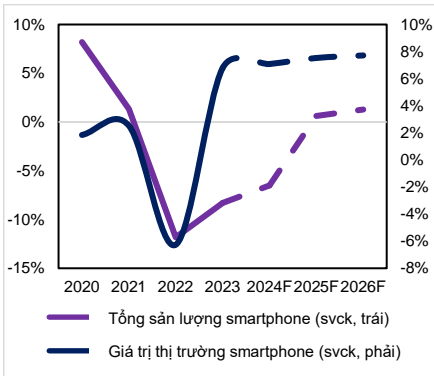
(1) Nhu cầu tiêu thụ dần trở lại giúp cho thị trường điện tử tiêu dùng ước tính tăng 9% trong năm 2025.

Năm 2025-26, tỷ lệ smartphone hỗ trợ AI trong tổng khối lượng xuất khẩu smartphone dự kiến sẽ tăng 14% so với năm 2024. Giá của các mẫu smartphone

mới được dự báo sẽ cao hơn ít nhất 5% so với các mẫu trước đó do tích hợp AI, dẫn đến chi phí sản xuất tăng. Với sự phổ biến ngày càng tăng của smartphone 5G và hỗ trợ AI tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu smartphone sẽ tăng trưởng khả quan từ mức nền thấp, từ đó doanh thu thị trường smartphone tại Việt Nam ước tính tăng 10% trong năm 2025-26.

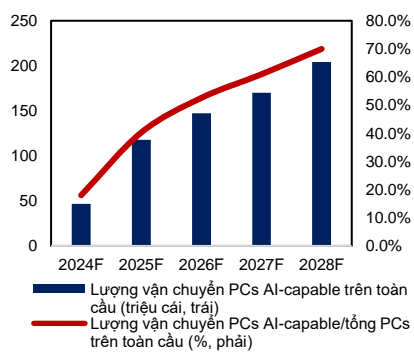
Việt Nam vẫn là quốc gia có tỷ lệ kết nối IoT trên mỗi người thấp (0.2 kết nối/người), và xu hướng tiếp nhận công nghệ mạnh mẽ từ thế hệ người tiêu dùng mới là động lực thúc đẩy tăng trưởng thị trường sản phẩm ện tử tiêu dùng tích hợp IoT trong giai đoạn tiếp theo. Bên cạnh đó, sự thâm nhập mạnh mẽ của các thương hiệu có sản phẩm điện tử tiêu dùng tích hợp IoT mức giá trung bình như Xiaomi và Huawei sẽ phù hợp với khả năng chi trả và nhu cầu tiêu dùng của người Việt. Do đó, thị trường thiết bị gia dụng thông minh được dự báo sẽ tăng trưởng 11% trong giai đoạn 2024-26.

Hình 26: Dự báo tăng trưởng thị trường smartphone năm 2025-26 tại Việt Nam



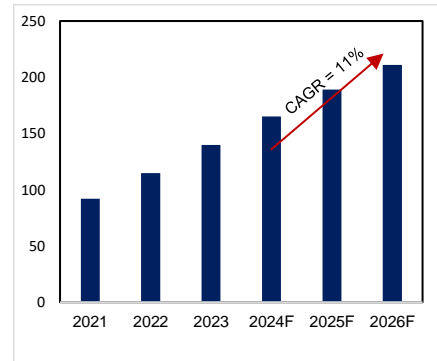
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 27: PC AI- có khả năng đạt 44% CAGR trong 2024-28F



Nguồn:Canalys, MBS Research

Hình 28: Dự báo thị trường thiết bị gia dụng thông minh tại Việt Nam được thúc đẩy bởi xu hướng 5G sắp tới và sự tăng trưởng của các sản phẩm tầm trung tại Việt Nam (dv: triệu USD)



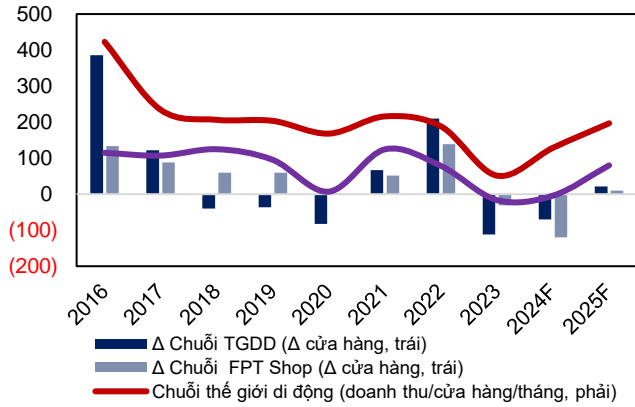
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

## (2) Quá trình tái cấu trúc kỳ vọng sẽ dừng lại trong năm 2025-26

Sau một giai đoạn mở rộng mạnh mẽ với lợi thế giá thuê vào các năm 2021-22, số lượng cửa hàng đã được tái cấu trúc trong năm 2023-24 và kể từ quý 4 năm 2024, tốc độ đóng cửa hàng đã giảm dần và chúng tôi nhận thấy tổng số của các chuỗi đã dần trở lại mức ổn định để các nhà bán (1) duy trì vị thế vững chắc và thị phần bán lẻ và (2) duy trì nhận diện thương hiệu cũng như độ phủ sóng trên các tỉnh thành.

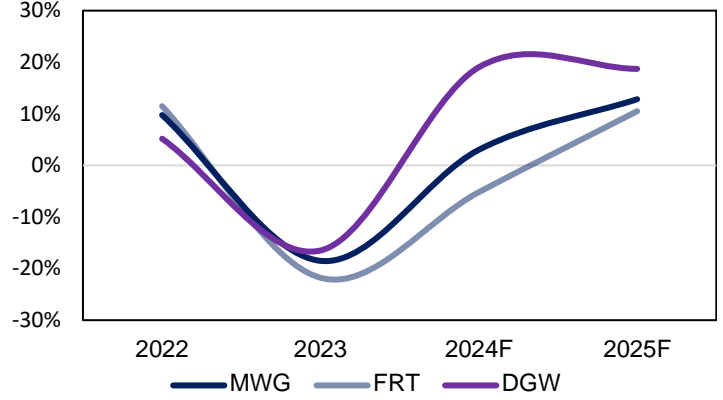
Vì vậy, trong giai đoạn 2025-26, khi sự phục hồi của nền kinh tế tốt hơn đến từ sự lan tỏa mạnh mẽ ở khu vực sản xuất, tác động tích cực đến nhu cầu tiêu dùng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu ở các chuỗi bán lẻ ở mức hai chữ số. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng, hàng không thiết yếu sẽ bắt đầu khởi sắc kể từ năm 2025 và phục hồi tốt hơn trong giai đoạn tiếp theo

**Hình 29: Thị trường tiêu dùng điện tử có thể tăng 9% trong năm 2025 chủ yếu nhờ vào tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm.**



Nguồn: GSO, MBS Research

**Hình 30: Tổng số cửa hàng vật lý ước tính tăng trưởng ổn định ở mức 1% trong giai đoạn 24F-29F do ảnh hưởng của sự phát triển thị trường thương mại điện tử**

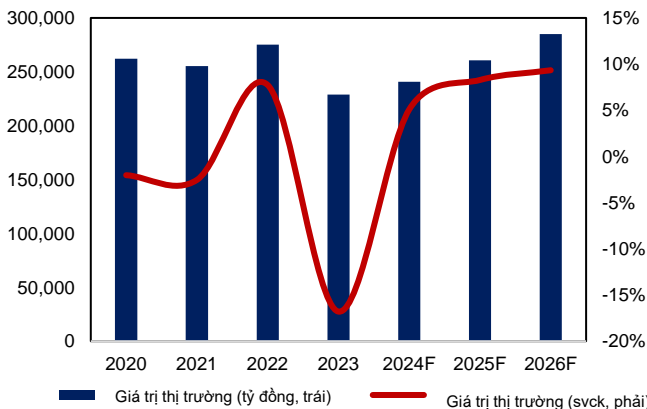


Nguồn: MWG, FRT, DGW, MBS Research

**Thị trường sản phẩm điện tử tiêu dùng ước tính tăng 9% trong năm 2025-26**

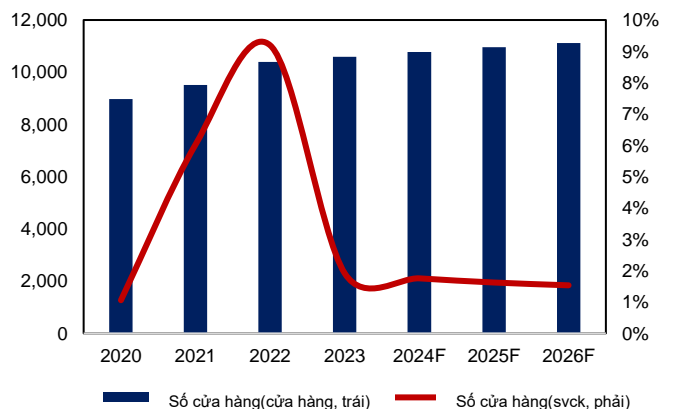
Chúng tôi nhận thấy thị trường bán lẻ điện tử tiêu dùng đã đạt đến điểm bão hòa và đang gặp khó khăn trong việc tìm kiếm động lực tăng trưởng mới. Với sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng và sự phát triển nhanh chóng của thương mại điện tử, quy mô cửa hàng vật lý đang được thu hẹp để giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chi phí và hỗ trợ phục hồi lợi nhuận. Điều này phản ánh sự điều chỉnh cần thiết trước sự thay đổi trong hành vi người tiêu dùng và sự tăng trưởng của thương mại điện tử. Thị trường điện tử tiêu dùng có thể tăng trưởng 9% nhờ vào (1) Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng ước tính phục hồi tốt hơn trong năm 2025F, (2) Tổng số cửa hàng vật lý ước tính tăng trưởng ổn định tốc độ 1%. Với xu thế của thương mại điện tử trong tương lai, các cửa hàng vật lý ước tính có CAGR 1% trong giai đoạn 24F-29F.

**Hình 31: Thị trường tiêu dùng điện tử có thể tăng 9% trong năm 2025 chủ yếu nhờ vào tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm.**



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

**Hình 32: Tổng số cửa hàng vật lý ước tính tăng trưởng ổn định ở mức 1% trong giai đoạn 24F-29F do ảnh hưởng của sự phát triển thị trường thương mại điện tử**



Nguồn: MBS Research

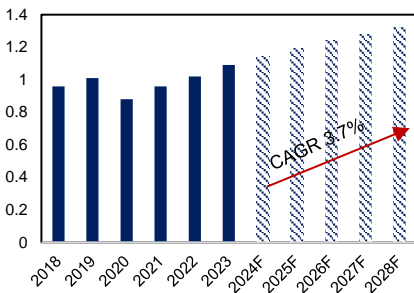
**Ngành bán lẻ trang sức: Dẫn chuyển đổi sự tập trung lớn vào thể hệ tiêu dùng mới.**

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu trang sức trong năm 2024F sẽ thấp hơn so với giai đoạn 2022-23 do sự phục hồi chưa khả quan của nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, nhu cầu có thể cải thiện trong giai đoạn 2025F-26F nhờ vào mức tăng thu nhập của người lao động khi sự lan tỏa của khu vực sản xuất của Việt Nam

ước tính cải thiện đáng kể svck. Tổng thể, giá trị thị trường trang sức dự kiến sẽ tăng trưởng 4% trong giai đoạn 24F-26F.

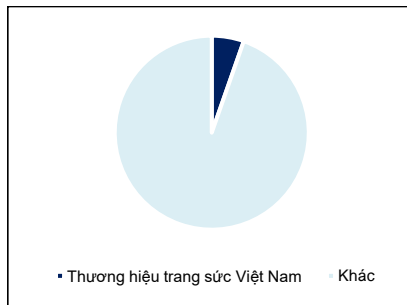
Theo Tổng cục Thuế, hiện tại có 12,516 doanh nghiệp tham gia vào việc kinh doanh và sản xuất vàng (tính đến năm 2023). Đến 5/24, chỉ có 5,835 cửa hàng kinh doanh vàng và bạc áp dụng hóa đơn điện tử phát sinh từ máy tính tiền. Dựa trên dữ liệu này, chuỗi trang sức Việt Nam hiện chỉ chiếm khoảng 5% tổng thị trường, cho thấy tiềm năng mở rộng đáng kể cho các chuỗi trang sức hiện đại trong trung và dài hạn. Chúng tôi nhận thấy rằng mỗi chuỗi trang sức và vàng có điểm mạnh riêng về sản phẩm và phân khúc khách hàng. Việc tập trung mạnh vào phân khúc trang sức có thể giúp doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần và duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn. Ngoài ra, các doanh nghiệp nhắm đến những phân khúc khách hàng mới (như Gen Z) có lợi thế trong sản xuất (kỹ thuật chế tác, thiết kế đa dạng, phong cách hiện đại, nhà máy có công suất cao) và nguyên liệu thô chất lượng cao sẽ có lợi thế lớn trong trung và dài hạn.

**Hình 33: Thị trường trang sức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 4% trong giai đoạn 24-26F (Đơn vị: tỷ USD)**



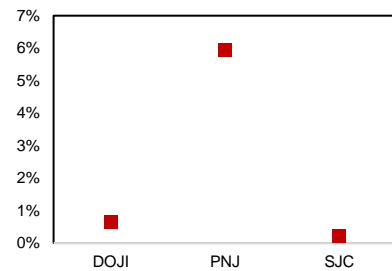
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

**Hình 34: Độ phủ sóng ở các cửa hàng trang sức Việt Nam theo số lượng cửa hàng vẫn ở mức thấp.**



Nguồn: MBS Research

**Hình 35: Điểm mạnh trong sản xuất, thiết kế và quy mô bán lẻ giúp PNJ đạt được biên lợi nhuận ròng xuất sắc.**



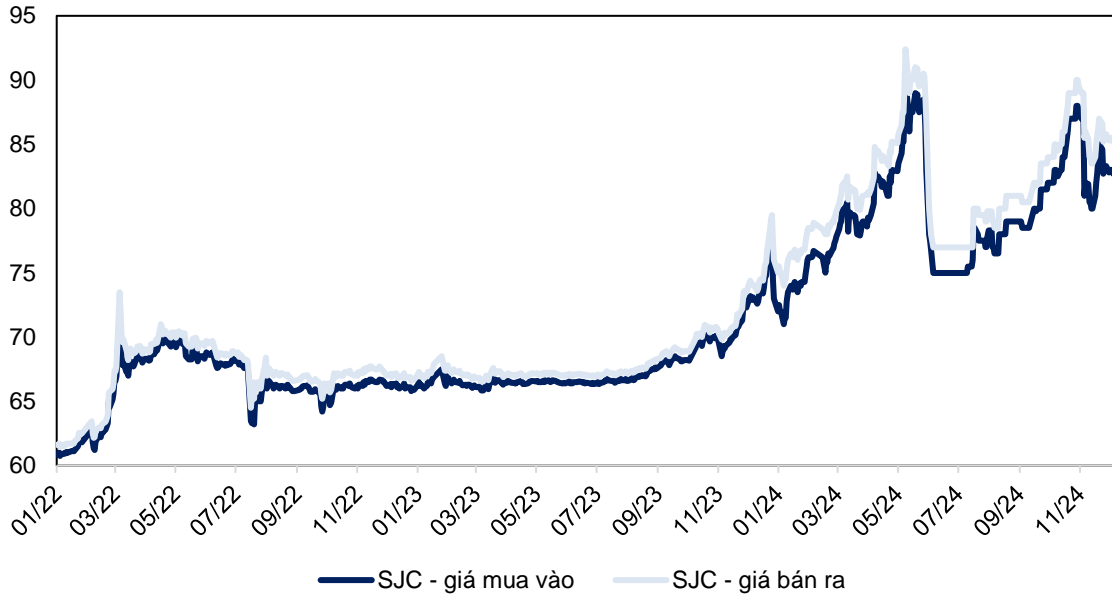
Nguồn: Doji, PNJ, SJC, MBS Research

**Ngành bán lẻ trang sức: Nhu cầu sẽ phục hồi tốt hơn trong giai đoạn 25-26**

Chúng tôi ước tính nhu cầu đối với hàng hóa xa xỉ yếu hơn so với năm trước, phản ánh sự phục hồi kinh tế chưa khả quan và tỷ lệ tăng trưởng bán lẻ của người tiêu dùng chỉ ở mức khoảng 5% (thấp hơn so với mức trung bình trước COVID-19). Ngoài ra, nhu cầu đối với trang sức cũng chậm lại khi những biến động gần đây trong giá vàng dẫn đến sự gia tăng nhu cầu giao dịch vàng miếng và nhẫn vàng.

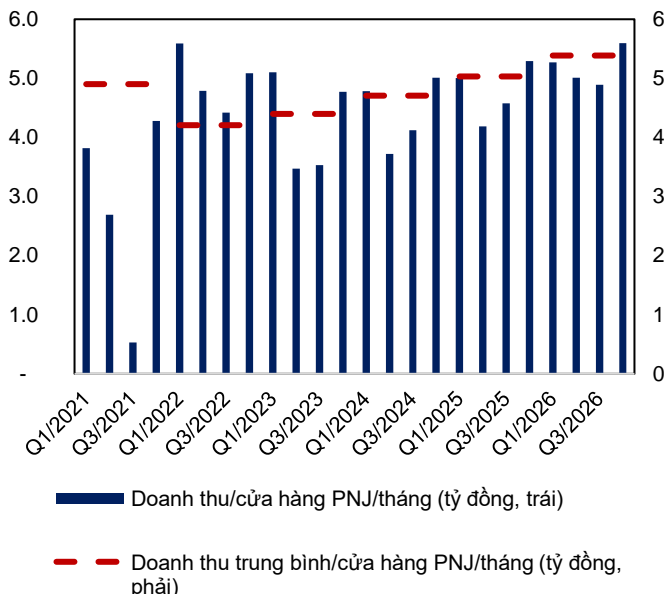
Chúng tôi dự báo nhu cầu trang sức sẽ duy trì ổn định trong những tháng cuối năm 2024. Thêm vào đó, trong năm 2024, do khó khăn về chi phí nguyên liệu thô, PNJ có thể tiếp tục tăng giá sản phẩm khoảng 5-7% svck. Tổng thể, doanh thu trung bình/cửa hàng trong năm 2024F sẽ đạt khoảng 4.4 tỷ VND/tháng (+4.5% svck). Với chiến lược marketing, khả năng thiết kế và sản xuất, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bán lẻ của PNJ sẽ vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Trong giai đoạn 2025F-26F, nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi dự đoán rằng (1) nhu cầu có thể cải thiện với mức tăng trưởng một chữ số từ mức thấp của năm 2024, (2) giá bán có thể chỉ tăng khoảng 2%, do đó, doanh thu trung bình/cửa hàng có thể tăng 7%/7% svck, đạt khoảng 4.7 tỷ VND/tháng và 5.0 tỷ VND/tháng

Hình 36: Biến động của giá vàng SJC trong thời gian gần đây



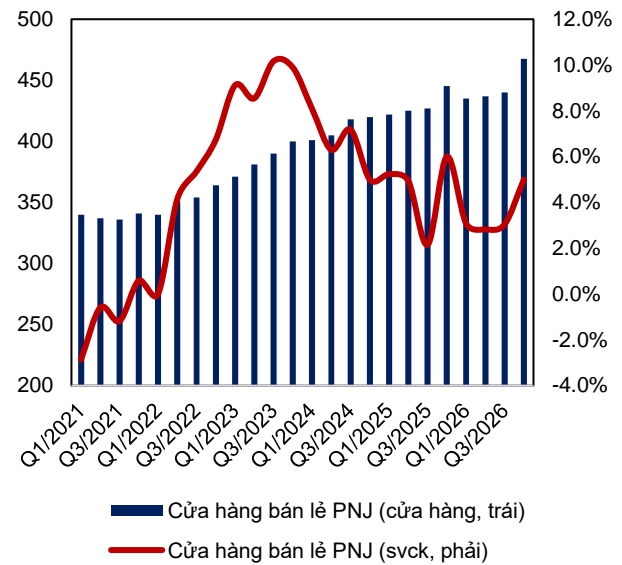
Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 37: Dự báo doanh thu/cửa hàng PNJ/tháng tiếp tục tăng trưởng..



Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 38: .. Và tốc độ bao phủ cửa hàng đạt 5% trong giai đoạn 2024-26 nhờ tận dụng thế mạnh sản xuất và mô hình cửa hàng PNJ NEXT.



Nguồn: MBS Research's compilation

## Chiến lược đầu tư cho năm 2025: Chúng tôi lựa chọn MWG và PNJ

Hình 39: Khuyến nghị các cổ phiếu trong danh mục theo dõi

Mã CP	Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
MWG	80,500	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> <li>MWG là một tập đoàn bán lẻ ICT-CE hàng đầu với hơn 3,000 cửa hàng, chiếm khoảng 60% thị phần ICT và 50% thị phần CE (điện tử tiêu dùng). Khi nhu cầu ICT-CE bắt đầu phục hồi, MWG sẽ có nhiều lợi thế nhờ vào vị trí dẫn đầu của mình. Chuỗi cửa hàng TGDD và DMX có thể sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2024F, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán. Vào năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ ngừng đóng cửa các cửa hàng và tập trung vào chiến lược bán hàng để gia tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm điện tử tiêu dùng tốt hơn giai đoạn vừa qua.</li> <li>MWG đã ghi nhận lợi nhuận ròng tích cực trong quý 2 và Q3/2024 và đã thành công mở rộng vào thị trường miền Trung vào Q4/2024. Mô hình minimart tinh gọn của công ty dự kiến sẽ thu hút được nhiều lượng giao dịch từ các cửa hàng bán lẻ truyền thống, từ đó giúp doanh thu của BHX tăng trưởng 21%/16% trong 2025-26.</li> <li>Lợi nhuận ròng ước tính tăng 28%/30% trong 2025-26.</li> </ul>
FRT	199,000	TRUNG LẬP	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long Châu là động lực tăng trưởng tốt nhất cho FRT với phạm vi cửa hàng bán lẻ dược phẩm hiện đại lớn nhất toàn quốc. Khi độ phủ của các chuỗi cửa hàng thuốc hiện đại vẫn còn thấp, chúng tôi kỳ vọng FRT sẽ mở thêm 200/100 nhà thuốc trong 2025-26 nhờ vào việc tận dụng các thế mạnh của mình bao gồm (1) ứng dụng công nghệ vào chăm sóc khách hàng và quản lý tồn kho, và (2) vị thế vững chắc trong ngành.</li> <li>Chúng tôi kỳ vọng việc hoàn tất tái cấu trúc FPT Shop sẽ loại bỏ các chi phí một lần vào năm 2025, trong khi sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng sẽ thúc đẩy tổng doanh thu của FPT Shop tăng trưởng hai con số giai đoạn 2025-26.</li> <li>Lợi nhuận ròng ước tính tăng 72%/44% trong giai đoạn 2025-26.</li> </ul>
PNJ	115,400	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> <li>PNJ là thương hiệu trang sức lớn tại Việt Nam với 405 cửa hàng được phủ sóng rộng rãi tại 58 tỉnh thành. Tận dụng vị thế tài chính vững mạnh và giá trị thương hiệu tốt, chúng tôi dự báo tỷ lệ tăng trưởng mở cửa hàng mới đạt 5%/6%/5% trong giai đoạn 2024-26, đưa tổng số cửa hàng lên 420/445/467 cửa hàng.</li> <li>Chúng tôi ước tính thị trường trang sức sẽ phục hồi 5% svck, khi nhu cầu dự báo sẽ cải thiện tốt hơn và Q4/24. Thêm vào đó, việc tối ưu hóa chi phí sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng 10% vào năm 2024, đạt 2,161 tỷ VND. Trong giai đoạn 2025F-26F, với các điều kiện tốt hơn bao gồm (1) nhu cầu dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn khi triển vọng kinh tế cải thiện so với năm 2024, (2) việc mở cửa hàng tại các tỉnh mới sẽ giúp PNJ thu hút thêm khách hàng tiềm năng, lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 16%/15% svck, đạt 2,505/2,868 tỷ VND.</li> <li>Lợi nhuận ròng ước tính tăng 10%/16%/14% so với năm trước trong giai đoạn 2024F-26F nhờ sự phục hồi nhu cầu trang sức và tiềm năng mở cửa hàng mới của PNJ.</li> <li>Trong trung và dài hạn, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn cho PNJ trong việc mở rộng cửa hàng và gia tăng thị phần trang sức, khi mà độ phủ thị trường của các thương hiệu trang sức hiện vẫn còn khá thấp (&lt;10%).</li> </ul>
DGW	49,200	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trong thị trường bán buôn ICT-CE, DGW chiếm vị thế mạnh nhờ vào lượng khách hàng dồi dào (hơn 6,000 cửa hàng bán lẻ) và sức khỏe tài chính vững chắc. Thêm vào đó, DGW còn có lợi thế lớn trong việc phát triển thị trường và quản lý các kênh phân phối cho các thương hiệu mới gia nhập thị trường Việt Nam.</li> <li>Việt Nam vẫn là một quốc gia với cấu trúc dân số vàng với sự ưu tiên mạnh mẽ đối với việc chi tiêu cho các sản phẩm công nghệ. Với dự báo nhu cầu về các sản phẩm điện tử tiêu dùng, điện thoại thông minh, laptop sẽ phục hồi tốt hơn trong 2H24-2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ điện thoại thông minh, laptop và máy tính bảng sẽ tăng 12% svck trong 2024F-26F. Bên cạnh đó, xu hướng AI sẽ giúp ngành thiết bị văn phòng có sự tăng trưởng mạnh mẽ, lợi nhuận ròng của DGW có thể tăng 27%/28%/24% trong giai đoạn 2024F-26F.</li> <li>Chúng tôi nhận thấy DGW đã phát hiện ra động lực tăng trưởng mới trong lĩnh vực cung cấp thiết bị bảo vệ cá nhân (PPE) trong trung – dài hạn.</li> </ul>

Nguồn: MBS Research

**Hình 40: Dự phóng một số doanh nghiệp bán lẻ/bán buôn đang niêm yết**

Tỷ đồng	MWG			FRT			PNJ			DGW		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	134,609	158,803	182,837	40,154	49,704	58,114	39,178	41,638	45,973	22,372	26,618	31,74
% svck	13.8%	18.0%	15.1%	26.1%	23.8%	16.9%	18.2%	6.3%	10.4%	18.9%	19.0%	19.3%
Lợi nhuận gộp	28,268	35,095	40,956	7,669	9,778	11,637	6,659	7,476	8,416	1,892	2,260	2,72
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.0%	22.1%	22.4%	19.1%	19.7%	20.0%	17.0%	18.0%	18.3%	8.5%	8.5%	8.6%
EBITDA	6,471	7,905	9,481	1,268	2,000	2,279	2,828	3,186	3,683	612	727	88
Biên EBITDA (%)	4.8%	5.0%	5.2%	3.2%	4.0%	3.9%	7.2%	7.7%	8.0%	2.7%	2.7%	2.8%
Lợi nhuận ròng	4,054	5,205	6,740	425	730	1,052	2,161	2,505	2,868	451	578	71
% svck	2317.8%	28.4%	29.5%	N/A	71.7%	44.0%	9.6%	15.9%	14.5%	27.2%	28.3%	24.1%
EPS (VNĐ/cp)	2,770	3,557	4,605	3,060	5,254	7,568	6,392	7,411	8,485	2,075	2,662	3,30
BVPS (VNĐ/cp)	18,736	21,793	25,898	15,193	20,679	28,519	33,501	38,689	44,919	16,012	17,727	20,09
Tiền mặt/Cổ phiếu (VNĐ/cp)	10,265	9,092	13,902	(48,330)	(45,919)	(35,369)	3,146	3,862	6,773	(380)	(1,946)	(3,500)
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.79	0.52	0.46	4.93	4.06	3.35	0.04	0.04	0.11	0.67	0.63	0.6
Ti suất cổ tức (%)	0.8%	0.8%	0.8%	n/a	n/a	n/a	2.1%	2.1%	2.1%	1.2%	2.4%	2.4%
ROE (%)	6.6%	8.2%	9.8%	2.6%	3.8%	4.7%	20.5%	20.5%	20.3%	5.6%	6.3%	6.8%
ROA (%)	16.0%	17.6%	19.3%	20.1%	25.4%	26.5%	15.0%	16.4%	16.0%	14.8%	15.8%	17.5%

Nguồn: MBS Research

**Hình 41: Bảng so sánh một số doanh nghiệp bán lẻ/bán buôn trên thế giới.**

	Mã Bloomberg	Giá hiện tại VND/CP	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	PE (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Bán lẻ ICT- CE</b>												
CTCP Đầu tư Thế giới di động	MWG VN	60,000	3,561	KHẢ QUAN	21.7	16.9	3.2	2.8	16.0%	17.6%	6.6%	8.2%
CTCP Thế giới số	DGW VN	42,500	399	KHẢ QUAN	20.5	16.0	2.7	2.4	14.8%	16.0%	5.6%	6.3%
Erajaya Swasembada Tbk	ERAA IJ EQUITY	660	424		7.3	6.1	0.8	0.7	11.7%	12.7%	4.6%	5.1%
<i>Trung bình</i>					16.5	13.0	2.2	2.0	14.2%	15.4%	5.6%	6.5%
<b>Bán lẻ trang sức</b>												
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	96,800	1,279	KHẢ QUAN	15.7	12.9	3.0	2.6	20.5%	20.5%	15.0%	16.4%
Chow Tai Fook Jewellery group	1929 HK EQUITY	22,872	9,005		11.7	10.1	2.6	2.4	22.6%	25.1%	7.3%	8.3%
Chow Sang Sang Holdings International Limited	116 HK EQUITY	21,892	585		6.5	5.5	0.4	0.4	5.6%	6.5%	3.6%	4.3%
<i>Trung bình</i>					11.3	9.5	2.0	1.8	16.2%	17.4%	8.6%	9.7%
<b>Bán lẻ dược phẩm</b>												
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	181,500	942	TRUNG LẬP	55.9	32.5	10.7	7.8	20.1%	25.4%	3.8%	4.7%
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH EQUITY	69,135	1,998		15.2	13.0	1.9	1.7	12.8%	13.6%	4.6%	5.1%
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH EQUITY	87,990	4,054		17.6	15.1	2.6	2.3	14.9%	15.7%	6.5%	7.1%
Yixintang Pharma A Equity	002727 CH Equity	51,700	1,180		16.6	12.1	1.1	1.0	7.2%	8.5%	2.6%	3.9%
DaShenLin Pharmaceutical Group Co Ltd	603233 CH Equity	56,900	2,344		16.4	13.8	2.4	2.2	15.0%	16.0%	4.5%	4.7%
<i>Trung bình</i>					16.5	13.5	2.0	1.8	12.5%	13.5%	4.6%	5.2%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Đinh Hà Anh  
Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Lý  
Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức  
Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly